

F.A.Z. 4.4.2023

## **Der langsame Abbau der EZB-Anleihen**

VON CHRISTIAN SIEDENBIEDEL

Im aktuellen Tempo braucht die Notenbank bis 2042, um ihre Anleihebestände abzubauen, kritisiert eine Studie des Instituts ZEW. Das Kaufen ging viel schneller. Vom Bummeln profitierten demnach vor allem zwei Länder.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im März mit einem gewaltigen Vorhaben begonnen: Die fast 5 Billionen Euro umfassenden Anleihebestände der Notenbank sollen wieder abgebaut werden. Ursprünglich waren die Anleihen gekauft worden, weil die Notenbank die Zinsen schon extrem gesenkt hatte und zinsmäßig nicht mehr viel zur geldpolitischen Lockerung tun konnte. Später sollte der Euroraum damit in der Pandemie gestützt werden.

Jetzt allerdings hat die Notenbank den gegenteiligen Kurs eingeschlagen und will mit fortlaufenden Zinserhöhungen die heftige Inflation bekämpfen. Parallel lässt sie aktuell die Anleihebestände um durchschnittlich 15 Milliarden Euro je Monat schrumpfen, indem sie auslaufende Anleihen aus dem älteren Kaufprogramm APP („Asset Purchase Programme“), zu dem auch das Staatsanleihenprogramm PSPP („Public Sector Purchase Programme“) gehört, nicht mehr vollständig ersetzt.

Dies gehe aber viel zu langsam, warnt jetzt das Forschungsinstitut ZEW in Mannheim. In einer von der Strube-Stiftung geförderten Studie, die der F.A.Z. exklusiv vorliegt, haben sich die Ökonomen Carlo Birkholz und Friedrich Heinemann mit dem Abbau der Anleihebestände befasst. Ein zentraler Kritikpunkt: Wenn die Notenbank weitermacht wie bisher, braucht sie immerhin bis zum Jahr 2042, um sich von den Anleihebeständen wieder zu trennen. Beim Kaufen der Anleihen habe die EZB ein ganz anderes Tempo vorgelegt. Aber so, wie es schon beim Aufbau der Bestände deutliche Abweichungen von einer neutralen Aufteilung über alle Euroländer hinweg nach dem sogenannten Kapitalschlüssel gegeben habe, der die Verteilung der Käufe über die verschiedenen Euroländer hinweg regelt, so würden nun auch beim Abbau der Anleihen bestimmte Länder überproportional stark oder schwach berücksichtigt.

Der Abbau des Bestands aus dem älteren Anleihekaufprogramm PSPP würde bei dem aktuellen Tempo von 15 Milliarden Euro je Monat bis zum Jahr 2042 dauern, schreibt das ZEW. Selbst mit einem verdoppelten Tempo von 30 Milliarden Euro je Monat, über das diskutiert wurde, würde der vollständige Abbau bis Ende 2032 dauern. „Hier ist somit eine deutliche Asymmetrie erkennbar“, sagte Studienautor Heinemann: „Die Nettoankäufe von PSPP waren bei Deflationsgefahr weit aggressiver als der Nettoabbau bei hoher Inflation.“

### **Muster einer „asymmetrischen Geldpolitik“**

Dieses Muster erhärte den Eindruck einer „asymmetrischen Geldpolitik“, die eine zu hohe Inflation weniger entschlossen bekämpfe als eine zu niedrige Inflation, sagte Heinemann. Einen aktiven Verkauf von Anleihen vor Fälligkeit, wie ihn die Bank of England unlängst um den Preis gewisser Turbulenzen wagte, hat die EZB bisher nicht angekündigt. Und auch Bundesbankpräsident Joachim Nagel hatte vor Kurzem auf Nachfrage gesagt, das sehe er im Moment nicht. EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel hatte zudem die Möglichkeit erwähnt, dass die Notenbank die Anleihebestände überhaupt nicht wieder bis auf null zurückfahren

© Alle Rechte vorbehalten. Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Frankfurt. Zur Verfügung gestellt vom Frankfurter Allgemeine Archiv.

könnte. Wenn die Notenbank in der geldpolitischen Steuerung beim aktuellen „Floor“-System mit einer Zinsuntergrenze bleibe und nicht wieder zu dem früheren „Korridor“-System von vor der Finanzkrise zurückkehre, könnte ein gewisses Niveau an Anleihebeständen unter Umständen dauerhaft sinnvoll sein.

Ende Juni vergangenen Jahres hatte die Notenbank die Nettokäufe von Anleihen eingestellt, seither werden lediglich auslaufende ersetzt. Schon zum Ende der Nettokäufe seien in den Beständen aber deutliche Abweichungen von der eigentlich vorgesehenen Aufteilung auf die verschiedenen Euroländer festzustellen gewesen: „Zum Ende der Nettokäufe waren sowohl für das PSPP, dessen Nettokäufe im Juni 2022 endeten, als auch für das Krisenprogramm PEPP, dessen Nettokäufe im März endeten, deutliche Abweichungen der Bestände vom EZB-Kapitalschlüssel zu verzeichnen“, heißt es in der Studie. Die Wissenschaftler haben die Prozentpunkte, um die der Anteil der Länder vom Schlüssel abweicht, in Übergewichtungen in Prozent umgerechnet: „Das größte Übergewicht hatten zu diesen Zeitpunkten Italien mit plus 9 Prozent im PEPP und plus 5 Prozent im PSPP – und Spanien mit plus 5 Prozent in beiden Programmen.“

Interessant ist nun, was seit dem Ende der Nettokäufe passiert – und zwar zum Teil durch das Auslaufen mancher Anleihen und zum Teil durch die Auswahl bei der Reinvestition. „Im PEPP hat sich die Übergewichtung Italiens in dieser Phase weiter verstärkt“, berichten die ZEW-Autoren. Die Abweichung vom italienischen Anteil am EZB-Kapital sei im PEPP seit März 2022 bis zum Januar von 1,5 auf 2,0 Prozentpunkte gestiegen. Für Spanien habe es ebenfalls einen weiteren Anstieg gegeben, von 0,6 auf 0,9 Prozentpunkte. Im PSPP sei ein Anstieg des französischen Übergewichts erkennbar.

Das sei heikel: „Die gestiegenen Abweichungen im PEPP entsprechen nicht der Intention des Programms, das lediglich asymmetrische ökonomische Folgen der Pandemie abfedern wollte“, sagte Heinemann: „Inzwischen wird das Programm de facto weiter zur Stützung Italiens und Spaniens genutzt, obwohl die ökonomischen Folgen der Pandemie nicht mehr stark für diese Länder ins Gewicht fallen.“

## Italien-Bonds mit 45,3 Milliarden Euro übergewichtet

Die Wissenschaftler haben die Prozentsätze dann noch in Milliarden-Euro-Beträge und in Anteile an den ausstehenden Schulden der einzelnen Staaten umgerechnet. Das Eurosystem halte 45,3 Milliarden Euro mehr an Italien-Bonds, als dies dem Kapitalschlüssel entsprechen würde, heißt es in der Studie. Für Spanien betrage die Übergewichtung 25,1 Milliarden Euro.

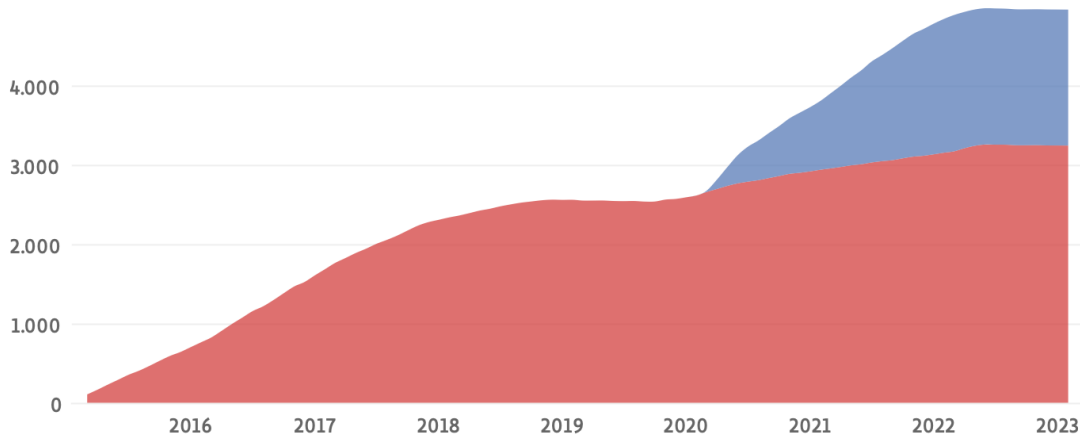
Bezogen auf das nationale Bruttoinlandsprodukt, beliefen sich die Eurosystem-Anleihebestände für Portugal, Italien und Spanien auf mehr als 35 Prozent. Bezogen auf die nationalen Schulden, lägen die PEPP- und PSPP-Bestände bei 32 Prozent und somit am Niveau des im PSPP geltenden Emittenten-Limits, das eine dominierende Rolle der EZB in Umschuldungsverhandlungen verhindern sollte.

„Insgesamt interpretieren wir die Befunde als Indizien, dass die EZB eine geldpolitische Reaktionsfunktion verfolgt, in der auch fiskalische Interessen eine Rolle spielen“, fasste Studienautor Heinemann zusammen: „Anders sind Befunde wie die starke Asymmetrie bei Anleihekäufen und -abbau, die Übergewichtung hoch verschuldeter Staaten und die noch stärkere PEPP-Nutzung zur Stützung Italiens trotz überwindener Pandemie kaum zu erklären.“  
Quelle: F.A.Z.

## Die Anleihebestände der EZB

kumuliert, in Milliarden Euro

● PSPP ● PEPP



Grafik: thel., nbl. / Quelle: ZEW

## Abweichungen der EZB-Anleihebestände vom vorgesehenen Kapitalschlüsse

in Prozentpunkten mit dem Ende der Nettokäufe\*

	PEPP	PSPP
Slowakei	-0,62	-0,43
Frankreich	-0,53	0,69
Litauen	-0,37	-0,35
Lettland	-0,27	-0,25
Estland	-0,27	-0,27
Niederlande	-0,26	-0,61
Luxemburg	-0,21	-0,18
Malta	-0,07	-0,05
Portugal	-0,05	-0,16
Slowenien	-0,05	-0,06
Zypern	-0,04	-0,05
Österreich	-0,03	0,16
Irland	-0,01	-0,01
Finnland	0,02	-0,11
Griechenland	0,06	0,00
Belgien	0,09	0,13
Deutschland	0,55	0,12
Spanien	0,56	0,60
Italien	1,50	0,82

\*Nettokäufe PEPP endeten im März 2022, Nettokäufe PSPP endeten im Juni 2022

Grafik: thel., nbl. / Quelle: ZEW

© Grafiken: F.A.Z.-Grafik Andreas Niebel/Quelle: ZEW

© Alle Rechte vorbehalten. Frankfurter Allgemeine Zeitung GmbH, Frankfurt. Zur Verfügung gestellt vom Frankfurter Allgemeine Archiv.